

Te i wiele innych zagrożeń ze strony rosnącej siły spółek i oddzielenia własności korporacyjnej od kontroli spowodowały rozwój narzędzi nadzoru korporacyjnego. Nadzór korporacyjny można określić jako procesy kontroli i nadzoru nad korporacją, sprawowane nie tylko poprzez przewidziane do

tego organy statutowe spółki, ale także przez inne grupy zainteresowane firmą lub mające interes w jej funkcjonowaniu. Istotą tego systemu jest zapewnienie równowagi pomiędzy interesami różnych podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie spółki. Równowaga ta jest zapewniana przez zbiór instrumentów prawnych i ekonomicznych, oraz ogólnie przyjętych reguł działania (tzw. kodeksy dobrych praktyk), tworzących system regulujący zachowania tych podmiotów¹.

Jednym z ważnych aspektów nadzoru nad spółką jest zapewnienie interesariuszom, w tym zwłaszcza akcjonariuszom, dostępu do informacji. Dzięki temu bowiem podmioty zainteresowane mogą pełnić kontrolę nad działalnością przedsiębiorstw. Ponadto korporacje powinny mieć ograniczony dostęp do procesów politycznych i legislacyjnych, aby nie miały możliwości wywierania wpływu o charakterze korupcyjnym. Niestety bardzo silnie obecnie doświadczamy konsekwencji wpływu korporacji na decyzje polityków i rządów, co zwłaszcza w bardziej ubogich krajach, wpływa dalece niekorzystnie na społeczeństwo lokalne. Ograniczenie tego niekorzystnego społecznie wpływu jest możliwe jedynie dzięki aktywnej postawie akcjonariuszy, którzy stanowią jedyne źródło władzy nad menedżerami spółek akcyjnych. Bardzo ważnym zatem obszarem odpowiedzialności akcjonariuszy spółek jest zapewnienie, aby ich firmy funkcjonowały w harmonii z zasadami społecznymi. Tendencja współczesnych korporacji do dominowania nad innymi podmiotami społecznymi może być ograniczona w najbardziej efektywny sposób przez dobrze poinformowanych akcjonariuszy².

Bardzo ważnym elementem dobrego nadzoru korporacyjnego jest struktura i jakość prawa własności. Jego prawidłowe funkcjonowanie, w tym zwłaszcza ochrona praw akcjonariuszy mniejszościowych, pobudza ludzi do angażowania się w działania przynoszące właścicielom i społeczeństwu jako całości maksymalne korzyści. Niewłaściwa struktura tego prawa i niska jego jakość ma miejsce wówczas, gdy sprzyja angażowaniu się w działania, których wynikiem są rosnące koszty i straty, a nie korzyści. Do takich działań należy zaliczyć wszelkie nadużycia dokonywane przez kierownictwo spółek i dominujących akcjonariuszy na niekorzyść akcjonariuszy mniejszościowych. Wysoka jakość prawa przyczynia się do wykształcenia takich kanałów przepływu informacji, które umożliwiają akcjonariuszom aktywny udział w nadzorze nad spółką, przyspieszają procesy decyzyjne i zapewniają wyższy poziom ich zgodności z oczekiwaniami rynku³.

Współczesny nadzór korporacyjny, także w Polsce, charakteryzuje się rosnącym znaczeniem interesów akcjonariuszy. Kreowanie wartości dla akcjonariuszy jest dość powszechnie uważane za podstawowy cel działania spółki. Inną cechą charakterystyczną jest rosnące znaczenie inwestorów in-

¹ Zalega K., *Wynagradzanie oparte na własności jako element ładu korporacyjnego – w poszukiwaniu optimum*, „Przegląd Organizacji”, nr 2/2004, s. 15.

² Pozen R.C., *Institutional Investors: The Reluctant Activists*, Harvard Business Review, January–February 1994, s. 140–149.

³ Bossak J., Zalega K., *Efektywność corporate governance a kierunki rozwoju rynku kapitałowego w Polsce*, „Organizacja i Kierowanie” nr 4/2001, s. 3–26.

stytucjonalnych, w tym zwłaszcza funduszy emerytalnych i inwestycyjnych, silnie angażujących się w reformy nadzoru korporacyjnego spółek, w które inwestują. Bardzo ważne są również wdrażane na poziomie krajowym i europejskim reformy dążące do wzrostu aktywności akcjonariuszy i wykonywania ich praw głosu. Bardzo ważna jest ponadto obecność inwestorów zagranicznych na rynkach rozwijających się, która jest czynnikiem podnoszącym jakość nadzoru korporacyjnego na tych rynkach⁴. Również w Polsce, w pierwszych latach rozwoju rynku kapitałowego, obecność inwestorów zagranicznych miała wielkie znaczenie dla rozwoju rynku. Innym ważnym zjawiskiem współczesnego nadzoru korporacyjnego jest zwiększenie przejrzystości spółek i rozwój relacji inwestorskich, sprzyjający bliższym relacjom spółki z jej akcjonariuszami a także potencjalnymi akcjonariuszami. W kontekście tego opracowania należy także wspomnieć o zwiększonej przejrzystości spółek w zakresie wysokości i struktury wynagrodzenia menedżerów, oraz wzroście zależności wysokości tego wynagrodzenia od efektów. To sprawia, że interesy menedżerów są ściślej związane interesami akcjonariuszy. Ogólnie na świecie zauważa się trend rosnącej świadomości z zakresu nadzoru korporacyjnego w krajach rozwijających się, rosnącej roli giełdy i rosnącej liczby spółek akcyjnych a także wzrost standardów nadzoru korporacyjnego⁵.

Polski rynek kapitałowy cechuje się wysoką koncentracją własności w akcjonariatach spółek⁶. To sprawia, że akcjonariusze większościowi są w stanie kontrolować działania menedżerów, co zmniejsza potrzebę występowania zewnętrznych narzędzi nadzoru korporacyjnego, do których zaliczamy między innymi wymogi informacyjne. Jednakże rodzi to również niebezpieczeństwo nadużyć ze strony dominujących akcjonariuszy na niekorzyść pozostałych grup właścicieli akcji spółki. Dlatego właśnie prawidłowe kształtowanie relacji ze wszystkimi akcjonariuszami spółki jest bardzo ważne w kontekście polskiego systemu nadzoru korporacyjnego. Do wzmocnienia tych relacji dążą między innymi regulacje giełdowe ujęte w formie kodeksu dobrych praktyk. Zagadnienie ochrony praw wszystkich akcjonariuszy spółek jest istotne także ze względu na to, że poziom ochrony praw akcjonariuszy wpływa pozytywnie na rozwój rynków kapitałowych⁷.

Celem tego artykułu jest ukazanie roli poszczególnych grup akcjonariuszy w nadzorze nad spółką akcyjną poprzez wykorzystanie dostępnych instrumentów nadzoru korporacyjnego. Skupiono się głównie na ukazaniu charakteru relacji akcjonariuszy ze spółką oraz ważności tych relacji dla re-

⁴ Ferreira M.A., Massa M., Matos P., *Shareholders at the Gate? Institutional Investors and Cross-Border Mergers and Acquisitions*, "The Review of Financial Studies", vol. 23, no 2, 2009, s. 601-644.

⁵ Aluchna M., *Nadzór korporacyjny. Współczesne tendencje. Wyzwania dla Polski*, „Przegląd organizacji”, nr 10/2009, s. 16-19.

⁶ Sieczyk M., Kluziński J., *Zasady ładu korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym*, [w:] J.L. Colley, Jr., J.L. Doyle, G.W. Logan, W. Stettinius, *Ład korporacyjny*, Wydawnictwo K.E. LIBER, Warszawa 2005.

⁷ LaPorta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A. *Corporate Ownership around the World*, „The Journal of Finance”, 1999, vol. 54, no 2.

alizacji interesów akcjonariuszy, spółki i społeczeństwa jako całości. Część druga pracy zawiera ogólny zarys roli akcjonariuszy w zarządzaniu spółką akcyjną, w tym źródła ich wpływu wynikające z różnych ujęć prawa własności. W części trzeciej przedstawiono zagrożenia dla prawidłowych relacji spółki z akcjonariuszami, to jest zagrożenie ze strony nadużyć dokonywanych przez kierownictwo spółek na niekorzyść akcjonariuszy. Część czwarta skupia się na analizie relacji spółki z akcjonariuszami instytucjonalnymi, część piąta z akcjonariuszami indywidualnymi a część szósta omawia problematykę pracowników jako akcjonariuszy. Artykuł kończy podsumowanie i bibliografia.

Rola akcjonariuszy w zarządzaniu spółką akcyjną

Rola akcjonariuszy w zarządzaniu spółką akcyjną wynika z posiadanego prawa własności wyrażonego poprzez akcje spółki. Tradycyjne ujęcie praw akcjonariuszy wyodrębnia następujące prawa⁸:

- Prawa majątkowe:
 - prawo do udziału w zysku,
 - prawo poboru nowych akcji (w celu zapobieżenia rozwodnienia udziału),
 - prawo do uczestniczenia w podziale majątku spółki w przypadku jej likwidacji.
- Prawa korporacyjne:
 - prawo do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy z prawem głosu,
 - bierne i czynne prawo wyborcze przy wybieraniu organów spółki,
 - prawo do zaskarżania uchwał walnego zgromadzenia,
 - prawo do kwitowania działalności organów zarządzających i nadzorczych,
 - prawo do informacji o stanie interesów spółki.

Aby prawa akcjonariuszy mogły być skutecznie realizowane, niezbędny jest system nadzoru korporacyjnego, który dostarczy narzędzi do realizacji tych praw. System ten powinien zapewniać akcjonariuszowi prawo do bycia wystarczająco informowanym o decyzjach dotyczących zasadniczych zmian w spółce i prawo do uczestniczenia w ich podejmowaniu. Dotyczy to w szczególności takich decyzji, jak:

- zmiany w statucie lub innym dokumencie regulującym funkcjonowanie spółki,
- zgoda na przyznanie dodatkowych akcji,
- transakcje nadzwyczajne.

Ponadto ważnym instrumentem jest również prawo do skutecznego uczestniczenia w głosowaniu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, dzięki

⁸ Starnawska S., *Konstruowanie systemu wynagradzania jako narzędzia nadzoru właścicielskiego*, [w:] *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, (red.) S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 123-144.

otrzymywaniu przez akcjonariusza informacji o przepisach i procedurach głosowania. Najbardziej istotne jest otrzymywanie informacji:

- WZA i porządku obrad, z wystarczającym wyprzedzeniem, aby akcjonariusz mógł nie tylko zarezerwować swój czas, ale także przygotować się merytorycznie do spotkania,
- możliwości zadawania pytań i wprowadzania punktów do porządku obrad,
- możliwości głosowania osobiście lub przez przedstawicieli.

Bardzo ważnym prawem akcjonariuszy jest również prawo do bycia informowanym o powiązaniach kapitałowych i porozumieniach umożliwiających pewnym akcjonariuszom uzyskanie kontroli nad spółką niewspółmiernej do posiadanego przez nich udziału kapitałowego. Taka informacja jest ważna zwłaszcza w momencie podejmowania decyzji o inwestycji w akcje wybranej spółki, ponieważ istnienie takich powiązań i porozumień ogranicza możliwość wpływu na sprawy spółki akcjonariuszy będących poza tymi porozumieniami.

Nie mniej istotnym uprawnieniem akcjonariuszy jest prawo do równego traktowania i do rekompensaty za naruszenie praw akcjonariuszy. Dotyczy to w szczególności takich zaleceń jak:

- procedury głosowania nie powinny w sposób nieuzasadniony utrudniać lub czynić kosztownymi czynności głosowania,
- powiernicy akcji powinni głosować zgodnie z wolą właścicieli akcji,
- zakaz wykorzystywania informacji poufnych w obrocie (insider dealing) i transakcjach pozarynkowych (self-dealing),
- prawo do bycia informowanym przez członków organu spółki o prywatnym interesie członków organów spółki w transakcjach lub sprawach dotyczących spółki.

Silna i skuteczna ochrona praw akcjonariuszy odgrywa ogromną rolę w budowaniu efektywności rynków kapitałowych, a pośrednio także w poprawie efektywności gospodarki jako całości. Do najważniejszych kierunków wpływu skutecznego nadzoru korporacyjnego na gospodarkę zaliczyć należy fakt, iż⁹:

- tworzy bodźce dla przedsiębiorstw do sprzedaży części aktywów swojej firmy inwestorom giełdowym i zabezpiecza ich przed utratą renty w razie utraty kontroli nad przedsiębiorstwem na skutek jego wrogiego przejęcia,
- tworzy bodźce dla podmiotów posiadających nadwyżki finansowe do ich lokowania na rynku papierów wartościowych oraz zabezpiecza ich przed działaniem osób ulegających pokusie nadużyć,
- ogranicza przedsiębiorczość nieproduktywną, polegającą na zawłaszczaniu renty kosztem innych osób.

⁹ Borkowska B., *Ramy instytucjonalne a corporate governance*, [w:] *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, (red.) P. Urbanek, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 501-512.

Zapobieganie nadużyciom ze strony akcjonariusza dominującego i kierownictwa spółki

Jak wspomniano wcześniej, jedną z cech charakterystycznych polskiego rynku kapitałowego jest wysoka koncentracja własności. Z tego względu liczne są przypadki naruszeń interesów akcjonariuszy mniejszościowych na korzyść akcjonariusza dominującego, obejmujące między innymi:

- naruszenie podstawowej zasady działania spółki, to jest generowania wartości dla akcjonariuszy poprzez tunelowanie zysku na zewnątrz spółki przez akcjonariusza dominującego,
- nierówne traktowanie akcjonariuszy – wykorzystywanie pozycji dominującej poprzez narzucanie swojej woli przez akcjonariusza większościowego,
- nieprawidłowości w organizacji walnych zgromadzeń, takie jak przesuwanie terminu, przerywanie obrad, zmiana agendy,
- przewinienia w zakresie kształtowania składu i organizacji pracy rady nadzorczej, w tym zwłaszcza blokowanie wyboru członka rady nadzorczej w głosowaniu grupami oraz odmowa dostępu do informacji finansowych spółki reprezentantowi akcjonariuszy mniejszościowych,
- zdominowanie zarządu przez akcjonariusza większościowego, co ogranicza akcjonariuszom mniejszościowym wywieranie wpływu na podejmowane w imieniu spółki decyzje,
- narzucanie spółce audytora powiązanego z akcjonariuszem dominującym, lub blokowanie wyboru audytora zgłoszonego przez akcjonariuszy mniejszościowych,
- niejasna polityka informacyjna – różnice w raportach audytorów, niechęć spółki do ujawnienia informacji członkowi rady wybranemu przez akcjonariuszy mniejszościowych, utrudnianie pracy audytorowi ds. szczególnych powołanemu przez sąd dla zbadania czy nie stosowano cen transferowych.

Nie bez znaczenia są również nadużycia dokonywane przez kierownictwo spółki, które są możliwe nie tylko w warunkach wysokiego rozproszenia kapitału, ale także w sytuacji, gdy dominujący akcjonariusz jest bierny, co niestety zbyt często ma miejsce w przypadku dominacji Skarbu Państwa w akcjonariacie spółki. Najważniejsze formy nadużyć kierownictwa to¹⁰:

- nieuczciwe przywłaszczenie sobie majątku,
- niewłaściwe gospodarowanie środkami spółki określane jako działania uznaniowe kadry zarządzającej,
- uchylanie się od swoich obowiązków,
- niechęć do podejmowania ryzyka,
- tendencja do krótkowzroczności w zarządzaniu spółką,

¹⁰ Aluchna M., Słomka A., *Geneza rozwoju koncepcji nadzoru korporacyjnego (1). Teoria agencji*, „Przegląd Organizacji”, nr 9/2001, s. 13-16.

- dążenie do pozostania na stanowisku pomimo braku kompetencji,
- dążenie do wzrostu spółki wynikające z chęci zaspokojenia własnych ambicji.

Jak widać zatem, interes akcjonariuszy mniejszościowych może być naruszany zarówno przez akcjonariusza dominującego, jak i kierownictwo i oba te zagrożenia występują na polskim rynku kapitałowym. Jedną z metod ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych przed tymi nadużyciami jest ich aktywność, wyrażona poprzez odpowiednie kształtowanie relacji akcjonariuszy ze spółką. Dalsza część tego opracowania skupia się na takich właśnie relacjach, omówionych w kontekście trzech zasadniczych grup akcjonariuszy mniejszościowych, to jest instytucji finansowych, osób fizycznych oraz pracowników, jako szczególnego rodzaju akcjonariuszy spółek.

Akcjonariusze instytucjonalni

Inwestorzy instytucjonalni to grupa akcjonariuszy, która zanotowała bardzo wysoki wzrost udziału w rynku w okresie ostatnich dwudziestu lat. Rozwój rynku kapitałowego oraz procesy globalizacyjne przyczyniły się do wystąpienia, również w Polsce, coraz powszechniejszego na świecie trendu wzrostu udziału we własności spółek akcjonariuszy instytucjonalnych. Do najważniejszych graczy rynkowych z tej grupy zaliczyć należy fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne oraz firmy ubezpieczeniowe. W Polsce pomiędzy rokiem 1995 a 2006 udział inwestorów instytucjonalnych we własności przedsiębiorstw liczony udziałem w PKB wzrósł o ponad 2000%, z 1,4% do 30,1%¹¹. Do najważniejszych czynników wzrostu znaczenia akcjonariuszy instytucjonalnych na polskim rynku kapitałowym zaliczyć należy:¹²

- deregulację systemów finansowych, która spowodowała wzrost konkurencji między instytucjami finansowymi, zwiększając nacisk na ich efektywność,
- zmiany struktury demograficznej społeczeństw w krajach rozwiniętych, na skutek której wiele państw zmuszonych zostało do wprowadzenia reform systemów emerytalnych, odchodząc od systemów repartycyjnych w kierunku systemów kapitałowych opartych o fundusze emerytalne,
- rewolucyjny rozwój technologii IT, który przyczynił się do przyspieszenia wymiany informacji, obniżając koszty funkcjonowania instytucji finansowych oraz stworzył nowe możliwości inwestowania i zarządzania przy pomocy nowoczesnych systemów informacyjnych.

Akcjonariusze instytucjonalni mają wszelkie przesłanki do bycia aktywnymi akcjonariuszami spółek. Wynika to z wielkości ich udziałów w spół-

¹¹ Johnson R.A., Schnatterly K., Johnson S.G., Chiu S.-C., *Institutional Investors and Institutional Environment: A Comparative Analysis and Review*, "Journal of Management Studies", 47:8, 2010, s. 1590-1613.

¹² Popławski W., *Akcjonariusze mniejszościowi i ich pozycja na rynku kapitałowym*, „Organizacja i Kierowanie”, nr 1/2003, s. 59-75.

kach – w wielu ich udział w akcjonariacie jest bliski 5%, a nierzadko nawet go przekracza. Oznacza to, że inwestor nie jest w stanie sprzedać swoich akcji bez poniesienia straty, co motywuje go do aktywnego nadzoru nad spółką. Ponadto inwestorzy instytucjonalni zatrudniają wykwalifikowaną kadrę, która może efektywnie wykonywać funkcje nadzoru, co w znaczny sposób odróżnia ich od inwestorów indywidualnych, nie mających często kwalifikacji odpowiednich dla takiego działania. Innym ważnym czynnikiem skłaniającym inwestorów instytucjonalnych do aktywnego nadzoru nad spółką jest dbałość o wizerunek, który przekłada się na liczbę klientów i udział w rynku. Osoby lokujące swoje środki w fundusze inwestycyjne coraz częściej w wyborze oferty kierują się skutecznością danej instytucji. Ponadto, inwestorzy instytucjonalni zachęcają spółki do przejrzystej działalności, ponieważ z reguły niechętnie angażują się w te, gdzie występuje duża liczba powiązań krzyżowych lub uprzywilejowanie akcji co do prawa głosu¹³.

Akcjonariusze instytucjonalni realizują nadzór nad spółką przy wykorzystaniu następujących narzędzi:

- aktywne wykonywanie prawa głosu z akcji na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy,
- przedstawianie swoich opinii radom dyrektorów w formie bezpośrednich rozmów lub w formie pisemnej,
- zagrożenie sprzedażą udziałów spółki – spadek wartości akcji a także obniżenie reputacji,
- odmówienie uczestnictwa w emisji praw poboru w sytuacji zapotrzebowania spółki na dodatkowy kapitał.

Wykonywanie prawa głosu jest uzależnione od kalkulacji z jednej strony kosztów związanych z aktywnym zaangażowaniem w zarządzanie przedsiębiorstwem, z drugiej zaś korzyści wynikających z tego zaangażowania. Koszty aktywności zależą przede wszystkim od narzędzi, za pomocą których inwestor wywiera wpływ, korzyści zależą natomiast od częściowo od prawdopodobieństwa sukcesu, a częściowo od rodzaju kwestii, w której inwestor wywiera wpływ¹⁴.

Do najważniejszych kosztów związanych z wykonywaniem przez akcjonariuszy instytucjonalnych roli aktywnego inwestora należą¹⁵:

- prowadzenie monitoringu, w tym problem „jazdy na gapę”,
- zapewnienie wysokiego standardu usług instytucji nadzoru,
- konflikt interesów w ramach relacji ze spółką wchodzącą w skład portfela,
- obecność odpowiednich kwalifikacji uprawniających do pełnienia roli aktywnego właściciela.

¹³ Bielecki A., *Rola inwestorów instytucjonalnych w monitorowaniu spółek*, [w:] *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, (red.) S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 279-294.

¹⁴ Pozen R.C., 1994, *op cit*

¹⁵ Charkham J.P., *A Larger Role for Institutional Investors*, [w:] N. Dimsdale, M. Prevezer (eds.), *Capital Markets and Corporate Governance*, Clarendon Press, Oxford 1994.

Koszty te jednakże są najczęściej co najmniej równoważone przez korzyści wynikające z aktywnego angażowania się w nadzór nad spółką. W przypadku problemu „jazdy na gapę”, który oznacza, że bierni akcjonariusze czerpią korzyści z działalności akcjonariusza aktywnego, nie ponosząc przy tym żadnych kosztów, wielkość udziałów aktywnego akcjonariusza a także korzyści wizerunkowe, wynikające z zaangażowania w obronę prawa, rekompensują poniesione koszty. W przypadku funduszy emerytalnych kluczową kwestią dla właściwego zrozumienia przesłanek ich aktywności w nadzorze korporacyjnym jest długoterminowa perspektywa działania. Współczesne krótkookresowe podejście do efektywności organizacji – osiąganie zysków w okresach kwartalnych – jest niekorzystne dla funduszy emerytalnych, które posiadając tak duże udziały, nie mogą ich sprzedać w przypadku długoterminowych strat. Również krótkookresowe korzyści nic nie znaczą dla funduszu, ponieważ w jego przypadku okres inwestowania wynosi przeciętnie 15 lat – tyle czasu trwa inwestycja przeciętnego uczestnika funduszu do jego przejścia na emeryturę¹⁶. Cechami charakterystycznymi nadzoru sprawowanego przez fundusze emerytalne są orientacja na wewnętrzny rozwój nowych produktów poprzez wzrost wydatków na badania i rozwój – w odniesieniu do spółek, w które fundusz inwestuje, oraz odporność na naciski ze strony kadry zarządzającej spółek, co wzmacnia możliwości pełnienia nadzoru i wiązania interesów kierownictwa z interesami innych interesariuszy¹⁷.

Z kolei fundusze inwestycyjne są nastawione na wysoki bieżący zwrot z kapitału, czyli cechuje je raczej krótkoterminowa perspektywa działania. Jednocześnie są one odporne na naciski ze strony kadry zarządzającej spółek i silnie nakierowani strategicznie. Preferują strategię inwestycyjną spółek ukierunkowaną na wzrost korporacji, to jest międzynarodową dywersyfikację lub przejmowanie nowych technologii nad strategię wewnętrznego rozwoju nowych produktów i wydatków na badania i rozwój. Ich relacje ze spółką są zatem zdecydowanie luźniejsze niż w przypadku funduszy emerytalnych, jednak nadal możemy mówić o aktywnym kształtowaniu więzi.

Kolejną ważną grupą inwestorów instytucjonalnych są towarzystwa ubezpieczeniowe. Ich cechą charakterystyczną jest to, że posiadają relacje biznesowe z korporacjami, w które inwestują, często w wyniku oferowania swoich produktów ubezpieczeniowych. Stąd są wrażliwe na oddziaływania kadry zarządzającej swoich spółek portfelowych i mają w związku z tym dystans do pełnienia nadzoru w spółkach, w których posiadają udziały. Ich relacje ze spółką są zatem bardziej partnerskie niż nadzorcze, przez co jakość nadzoru wykonywanego przez towarzystwa ubezpieczeniowe jest zwykle niższa niż innych instytucji finansowych.

¹⁶ Drucker P.F., Reckoning with the Pension Fund Revolution, „Harvard Business Review”, March-April 1995, s. 106-114.

¹⁷ Koładkiewicz I., *Rola akcjonariuszy instytucjonalnych w sprawowaniu nadzoru*, [w:] *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, (red.) S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 205-220.

Akcjonariusze indywidualni

Akcjonariusze indywidualni spółek akcyjnych mogą być podzieleni na dwie zasadniczo odmienne grupy. Pierwszą z nich stanowią właściciele kontrolnych pakietów akcji, będący najczęściej założycielami firmy lub członkami najbliższej rodziny założycieli. Ta grupa akcjonariuszy jest z racji posiadanej władzy szczególnie uprzywilejowana w spółce i jej relacje ze spółką wyrażają się poprzez wywieranie decydującego wpływu na jej działalność. Drugą grupę stanowią drobni udziałowcy, posiadający niewielkie pakiety akcji i nie mający praktycznie prawie żadnych możliwości wywarcia wpływu na zarządzanie przedsiębiorstwem. Ta grupa jest szczególnie narażona na nadużycia ze strony kierownictwa oraz dominujących akcjonariuszy i jest ona przedmiotem dociekań w tej części opracowania.

Poszanowanie praw akcjonariuszy mniejszościowych ma duże znaczenie nie tylko z punktu widzenia tych akcjonariuszy, ale również rozwoju rynku kapitałowego. Obecność akcjonariuszy mniejszościowych jest bardzo istotna dla sprawnego działania rynku kapitałowego, ponieważ to oni, poprzez generowanie płynności rynku, przyczyniają się do sprawnego działania mechanizmu rynkowej wyceny akcji. Ponadto, będąc podmiotem słabszym, powinni mieć zapewnioną ochronę swoich interesów dla dobra całości rynku¹⁸.

Zabezpieczanie pozycji akcjonariusza mniejszościowego odbywa się poprzez stosowanie następujących mechanizmów¹⁹:

- wzmocnienie prawa głosu inwestorów mniejszościowych przez:
 - rozszerzenie katalogu spraw rozpatrywanych na walnym zgromadzeniu, co umożliwia akcjonariuszom mniejszościowym wniesienie do porządku obrad kwestii związanych z nieefektywnymi praktykami zarządów lub akcjonariuszy dominujących,
 - zmniejszenie kosztów uczestnictwa w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, w tym zwłaszcza umożliwienie uczestnictwa w walnym poprzez wykorzystanie nowoczesnych technik teleinformatycznych – uczestnictwo via Internet czy poprzez technikę telekonferencji,
 - wprowadzenie wymagania bezwzględnej większości podczas głosowania nad szczególnie istotnymi z punktu widzenia interesów akcjonariuszy decyzjami, w tym dotyczącymi zbycia istotnych elementów majątku, fuzji i przejęć czy zmiany profilu działalności.
- wcielenie w życie zasady „jedna akcja jeden głos”, czyli eliminacja nierówności akcjonariuszy wynikającej z istnienia akcji uprzywile-

¹⁸ Jerzemowska M., *Istota i uwarunkowania rozwoju nadzoru korporacyjnego*, [w:] *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, (red.) Rudolf S., Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.

¹⁹ Słomka-Golebiowska A., *Ochrona inwestorów, nadzór korporacyjny a wartość przedsiębiorstwa*, [w:] *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, (red.) S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 99.

jowanych, w tym uprzywilejowania w zakresie prawa głosu i prawa do wypłaty z zysku,

- dokonanie wyboru co najmniej jednego członka rady przez akcjonariuszy mniejszościowych,
- możliwość egzekwowania praw mniejszości przez sądy oraz organizacje publiczne nadzorujące działalność spółek i ich organów (szczególną rolę w Polsce odgrywa w tym zakresie Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych).

Istotne znaczenie dla wzmocnienia pozycji akcjonariuszy mniejszościowych ma poprawa przejrzystości informacyjnej spółek. Spółka powinna udostępniać informacje o działaniach dominujących akcjonariuszy i zarządu, o poziomie i składnikach wynagrodzeń menedżerów, strukturach własności i kontroli, zwłaszcza w przypadku złożonych struktur korporacyjnych²⁰. Dzięki temu akcjonariusze mniejszościowi będą w stanie nieco zmniejszyć asymetrię informacyjną wynikającą z uprzywilejowanego dostępu do informacji o spółce zarządu i dominujących akcjonariuszy, co zwiększy racjonalność ich decyzji.

Bardzo ważne z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych jest również przestrzeganie przez spółki publiczne praktyk dobrego nadzoru korporacyjnego. Kodeksy dobrych praktyk istnieją w większości rozwiniętych krajów świata, również Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie ma swój kodeks. Liczne jego zapisy zapewniają respektowanie praw akcjonariuszy mniejszościowych, w tym również zagranicznych. Związane jest to z tym, że od momentu wejścia Polski do Unii Europejskiej, zgodnie z unijną zasadą swobody przepływu kapitału, nie ma barier ograniczających inwestowanie na polskiej giełdzie dla obywateli innych krajów UE. Respektowanie praw tych akcjonariuszy oznacza między innymi zapewnienie takiej polityki informacyjnej przez spółki, aby służyła ona również akcjonariuszom zagranicznym. W praktyce oznacza to zapewnienie dostępu do informacji o spółce także w języku angielskim.

Istotną kwestią związaną z ochroną praw akcjonariuszy mniejszościowych jest również stworzenie wyspecjalizowanych pełnomocników, którzy reprezentowaliby na walnym zgromadzeniu interesy akcjonariuszy mniejszościowych. Istnienie takich pełnomocników znacznie zmniejsza koszty uczestnictwa w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. W tym zakresie pomocą służy wymienione wcześniej Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych.

Kwestia ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych nie jest zagadnieniem wyłącznie akademickim. Przypadki naruszenia praw akcjonariuszy mniejszościowych nie należą do rzadkości. Do najczęściej wykazywanych naruszeń praw akcjonariuszy mniejszościowych w Polsce należą²¹:

²⁰ Szewc-Rogalska A., *Problemy nadzoru korporacyjnego w skoncentrowanych strukturach własności*, [w:] *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, (red.) S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 319-323.

²¹ Słomka-Golębiowska A., *Nadzór korporacyjny banków w Polsce w okresie kryzysu finansowego*, [w:] *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, (red.) P. Urbanek, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 169-187.

- transferowanie zysków za granicę,
- ceny transferowe,
- wygórowane prowizje,
- nieujawnianie wstępnych rocznych wyników finansowych, gdy inwestor strategiczny posiada dostęp do tych informacji.

Wszystkie powyżej wymienione działania są dalece niekorzystne z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych, ponieważ zmniejszając wartość spółki, zmniejszają jednocześnie wartość majątku akcjonariuszy, wyrażonego przez rynkową wycenę akcji spółki. Ponadto, dokonywanie transakcji rynkowych przez podmioty posiadające dostęp do informacji poufnych (a taką informacją jest ta o rocznym wyniku finansowym przed jej ogłoszeniem) powoduje niebezpieczeństwo utraty wartości przez akcje posiadane przez akcjonariuszy mniejszościowych.

Najważniejszym instrumentem służącym do kształtowania relacji spółki akcyjnej z akcjonariuszami, w tym zwłaszcza indywidualnymi, są relacje inwestorskie. Podstawowym celem tego instrumentu jest czytelne i wiarygodne przedstawienie informacji o przedsiębiorstwie przy zachowaniu przejrzystości w kontaktach z inwestorami aktualnymi i potencjalnymi i pozostałymi uczestnikami rynku kapitałowego. Do głównych zadań relacji inwestorskich należy zapewnienie stałego przepływu rzetelnych informacji pomiędzy spółką a inwestorami w celu:²²

- budowania pozytywnych relacji między spółką, jej akcjonariuszami oraz potencjalnymi inwestorami,
- budowania optymalnej struktury akcjonariatu,
- rzetelnej wyceny przedsiębiorstwa,
- minimalizacji kosztu kapitału własnego,
- kreowania wartości dla akcjonariusza.

Akcjonariat pracowniczy

We współczesnych spółkach coraz istotniejszą rolę zaczynają odgrywać pracownicy jako akcjonariusze. Dotyczy to najczęściej kierownictwa spółek, ale własność akcji bywa także rozszerzana na inne grupy pracowników. W przypadku kierownictwa spółek, własność akcji wynika przede wszystkim ze stosowania systemów motywowania opartych na akcjach lub opcjach na akcje. Taki system motywowania ma na celu silniejsze powiązanie wynagrodzenia menedżerów z realizacją interesu akcjonariuszy. Jeśli menedżerowie tak zarządzają spółką, że osiąga ona dobre wyniki finansowe i rynkowe, to cena jej akcji na giełdzie rośnie, na czym zyskują wszyscy akcjonariusze, a więc również menedżerowie spółek. Wynagradzanie akcjami wiąże się jednak także z pewnymi problemami. Pierwszym z nich jest niebezpieczeństwo rozwodnienia własności – wyemitowanie przez spółkę akcji

²² Aluchna M., Koładkiewicz I., *Budowa relacji inwestorskich. Doświadczenia debiutantów z GPW z 2004 roku*, [w:] *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, (red.) S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006, s. 157-183.

przeznaczonych na wynagrodzenie menedżerów powoduje obniżenie udziału w kapitale dotychczasowych akcjonariuszy. Ponadto, menedżerowie stoją przed tzw. problemem „jazdy na gapę” – to oni dokonują wysiłku, aby poprawić wyniki spółki, ale otrzymują tylko ułamek korzyści ze swoich działań. Pozostali akcjonariusze zyskują pomimo braku starań z ich strony. To może osłabiać działanie motywacyjne wynagradzania przez akcje.

Wynagradzanie poprzez opcje ma tę zaletę w porównaniu z wynagradzaniem akcjami, że wiążąc pracownika z organizacją na czas trwania opcji, zmniejsza prawdopodobieństwo odejścia najcenniejszych zasobów ludzkich. Jednakże należy pamiętać, że na cenę akcji spółki na giełdzie wpływa wiele innych czynników poza efektywnością zarządzania spółką. To oznacza, że w okresie bessy tracą zarówno dobrzy jak i kiepscy menedżerowie, i podobnie obie grupy są nagradzane w okresie hossy. Ponadto inną ważną wadą opcji na akcje jest również to, że mogą one skłaniać menedżera do koncentrowania się na krótkookresowych wskaźnikach finansowych kosztem inwestycji podnoszących długookresową rentowność. Poza tym, jak wykazały badania, wynagradzanie przez opcje powoduje wystąpienie u menedżerów tendencji do ograniczania wypłat dywidend. W badaniach zaobserwowano spadek dywidendy po zawarciu z prezesem zarządu kontraktu dającego mu opcje na akcje jako składnik wynagrodzenia. Menedżerowie posiadający opcje na akcje zainteresowani są bowiem przyrostem kapitału w spółce, którego wartość spada wraz z wypłatą dywidendy²³.

Menedżerowie mają własne powody dla angażowania się w budowanie struktur nadzoru korzystnych dla akcjonariuszy. Wynika to z faktu, iż większość wiedzy, jaką kierownik musi posiadać, aby efektywnie zarządzać daną firmą, to wiedza specyficzna, trudna lub wręcz niemożliwa do transferu do innego przedsiębiorstwa. Większe zaangażowanie kierownika w zdobywanie wiedzy specyficznej dla przedsiębiorstwa oznacza jednocześnie wzrost jego efektywności pracy w firmie i spadek zatrudnialności na zewnętrznym rynku pracy. Takiemu kierownikowi z czasem coraz bardziej zależy na utrzymaniu pracy w przedsiębiorstwie, w które zainwestował dużą część swojego kapitału intelektualnego. Musi zatem tak zarządzać, aby akcjonariusze byli zadowoleni i przedłużali jego kontrakt z firmą²⁴.

Coraz częściej wynagradzanie przez akcje jest również stosowane w odniesieniu do innych pracowników firmy. Związane to jest z zauważeniem faktu, że maksymalizacja korzyści akcjonariuszy kosztem innych grup szkodzi przedsiębiorstwom i całemu systemowi gospodarczemu. Wynika to z powstania swoistej bariery między tworzącymi wartość ekonomiczną, czyli pracownikami, a tymi, którzy gromadzą korzyści²⁵. Ta bariera obniża motywację pracowników do ponoszenia dodatkowego wysiłku i angażowania swojego kapitału ludzkiego w rozwój firmy. W gospodarce opartej na wiedzy,

²³ Zalega K., 2004, op. cit.

²⁴ Bainbridge S.M., *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, "Harvard Law Review", Vol. 119, No 6, April 2006.

²⁵ Basu K., Mintzberg A., Simons R., *Półprawdy na temat biznesu w ujęciu profesorów zarządzania*, „Zarządzanie na Świecie”, nr 7/2002, s. 14.

gdzie kapitał ludzki stanowi podstawowe źródło wartości przedsiębiorstwa, taka sytuacja jest dalece niekorzystna.

Podsumowanie

We współczesnym zarządzaniu nie ulega wątpliwości prymat interesu akcjonariuszy nad innymi interesariuszami. Jednakże zróżnicowany charakter poszczególnych grup akcjonariuszy powoduje, że faktyczna realizacja tych praw może być zróżnicowana. W przypadku akcjonariuszy instytucjonalnych, którzy reprezentują wciąż rosnący w siłę sektor instytucji finansowych, ich faktyczna siła wpływu na spółkę może być wyższa od nominalnego udziału w kapitale. Związane jest to zarówno z wysokim poziomem profesjonalizmu osób reprezentujących tych akcjonariuszy, jak i społecznym ich znaczeniem, szczególnie ważnym w odniesieniu do funduszy emerytalnych, będących obiektem wysokiego zainteresowania ze strony opinii publicznej i organów państwa. Także pracownicy przedsiębiorstwa, będący jego akcjonariuszami, mają wpływ na funkcjonowanie spółki przewyższający nominalny ich udział w kapitale. Wynika to z faktu, że mając codzienny kontakt z przedsiębiorstwem, mają łatwiejszy dostęp do informacji o spółce, w stosunku do podmiotów zewnętrznych. Poza tym, ze względu na powiązanie własnej kariery zawodowej ze spółką, są bardziej lojalnymi akcjonariuszami, co jednocześnie zwiększa ich motywację do interesowania się sprawami spółki i wpływania na jej przyszłość. Pracownicy mają też większą od zewnętrznych akcjonariuszy możliwość tworzenia grup dla przegłosowania ważnych postanowień na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy lub wywarcia presji na menedżerów poza posiedzeniami. Najłabszą pozycję wśród wymienionych grup akcjonariuszy mają osoby fizyczne, nie związane w żaden sposób ze spółką, poza posiadaniem jej akcji. Dlatego system prawa ogólnie obowiązującego oraz „miękkiego prawa” przykładają szczególną wagę do ochrony praw tej właśnie grupy akcjonariuszy, która jest niezbędna dla sprawnego funkcjonowania rynku kapitałowego.

Bibliografia

- Aluchna M., Słomka A., *Geneza rozwoju koncepcji nadzoru korporacyjnego (1). Teoria agencji*, „Przegląd Organizacji”, nr 9/2001.
- Aluchna M., Koładkiewicz I., *Budowa relacji inwestorskich. Doświadczenia debiutantów z GPW z 2004 roku*, [w:] *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, (red.) S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006.
- Aluchna M., *Nadzór korporacyjny. Współczesne tendencje. Wyzwania dla Polski*, „Przegląd Organizacji”, nr 10/2009.
- Bainbridge S.M., *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, „Harvard Law Review”, Vol. 119, No 6, April 2006.
- Basu K., Mintzberg A., Simons R., *Półprawdy na temat biznesu w ujęciu profesorów zarządzania*, „Zarządzanie na Świecie”, nr 7/2002.

- Bielecki A., *Rola inwestorów instytucjonalnych w monitorowaniu spółek*, [w:] *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, (red.) S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
- Borkowska B., *Ramy instytucjonalne a corporate governance*, [w:] *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, (red.) P. Urbanek, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Bossak J., Zalega K., *Efektywność corporate governance a kierunki rozwoju rynku kapitałowego w Polsce*, „Organizacja i Kierowanie” nr 4/2001.
- Charkham J.P., *A Larger Role for Institutional Investors*, [w:] N. Dimsdale, M. Prevezer (eds.), *Capital Markets and Corporate Governance*, Clarendon Press, Oxford 1994.
- Drucker P.F., *Reckoning with the Pension Fund Revolution*, „Harvard Business Review”, March-April 1995.
- Ferreira M.A., Massa M., Matos P., *Shareholders at the Gate? Institutional Investors and Cross-Border Mergers and Acquisitions*, „The Review of Financial Studies”, vol. 23, no 2, 2009.
- Jerzemska M., *Istota i uwarunkowania rozwoju nadzoru korporacyjnego*, [w:] *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, (red.) Rudolf S., Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Johnson R.A., Schnatterly K., Johnson S.G., Chiu S.-C., *Institutional Investors and Institutional Environment: A Comparative Analysis and Review*, „Journal of Management Studies”, 47:8, 2010.
- Koładkiewicz I., *Rola akcjonariuszy instytucjonalnych w sprawowaniu nadzoru*, [w:] *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, (red.) S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- LaPorta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *Corporate Ownership around the World*, „The Journal of Finance”, 1999, vol. 54, no 2.
- Popławski W., *Akcyonariusze mniejszościowi i ich pozycja na rynku kapitałowym*, „Organizacja i Kierowanie”, nr 1/2003.
- Pozen R.C., *Institutional Investors: The Reluctant Activists*, Harvard Business Review, January – February 1994.
- Sieczyk M., Kluziński J., *Zasady ładu korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym*, [w:] J.L. Colley, Jr., J.L. Doyle, G.W. Logan, W. Stettinius, *Ład korporacyjny*, Wydawnictwo K.E. LIBER, Warszawa 2005.
- Słomka-Golebiowska A., *Ochrona inwestorów, nadzór korporacyjny a wartość przedsiębiorstwa*, [w:] *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, (red.) S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
- Słomka-Golebiowska A., *Nadzór korporacyjny banków w Polsce w okresie kryzysu finansowego*, [w:] *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, (red.) P. Urbanek, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Starnawska S., *Konstruowanie systemu wynagradzania jako narzędzia nadzoru właścicielskiego*, [w:] *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzo-*

- ru korporacyjnego*, (red.) S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
- Szewc-Rogalska A., *Problemy nadzoru korporacyjnego w skoncentrowanych strukturach własności*, [w:] *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, (red.) S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
- Zalega K., *Wynagradzanie oparte na własności jako element ładu korporacyjnego – w poszukiwaniu optimum*, „Przegląd Organizacji”, nr 2/2004.